

Fontes de Recursos do BNDES 1995–2007

MARTA PROCHNIK
VIVIAN MACHADO*

RESUMO Muitos são os textos sobre os desembolsos do BNDES, mas raros são os artigos que tratam das fontes de recursos que os financiam. O presente trabalho dá seqüência ao que foi publicado em 1995, sobre os ingressos entre 1952 e 1994, estendendo-o para o período 1995-2007 e disponibilizando uma série temporal para as fontes de recursos do BNDES desde a sua fundação. Os objetivos principais do trabalho são registrar, descrever e analisar os recursos que ingressaram no BNDES no período em tela e que propiciaram sua atuação destacada no financiamento do processo de desenvolvimento econômico em suas diversas etapas no pós-guerra. O artigo compõe-se, além da introdução, de quatro seções, em que se promove breve revisão das fontes no período 1952–1994, detalhando-se a evolução e as perspectivas das fontes de recursos da etapa mais recente – 1995–2007. Por fim, observa-se que, desde o início da década de 1980, a maior parte dos desembolsos do Banco está associada ao retorno dos financiamentos de longo prazo, os quais vêm se expandindo em função da diversificação das fontes entre recursos vinculados e operações de mobilização de recursos nos mercados de capitais.

ABSTRACT *Literature widely discusses the disbursements provided by BNDES, but very few articles address the sources of fund supporting these disbursements. This paper complements the one published in 1995, which addressed entries made between 1952 and 1994, comprising the period of 1995-2007 and providing a timeline for BNDES' sources of funds since it was founded. The main purpose of this paper is to record, outline, and analyze BNDES' incoming funds in the period set out above, which have contributed to its outstanding performance in financing the economic development process throughout its several stages after the war. This paper consists of an introduction, four sections, where a brief review of the sources in the period 1952-1994 is made, highlighting the development and perspectives of the sources of funds in the most recent stage – 1995–2007. Lastly, it can be concluded that since the beginning of the 80s, most disbursements made by the Bank is related to the return of long-term financing, which has been expanding due to the diversification of restricted funds and fund mobilization operations in the capital markets.*

* Economistas da Área Industrial e da Área Financeira do BNDES.

As autoras agradecem a atenção dispensada por todos aqueles que dedicaram um pouco do seu tempo às nossas questões acerca dos variados temas tratados neste texto. Em especial, agradecemos os comentários e sugestões de Ângela Regina P. de Carvalho, Antonio Lumbreras, Carlos Fernando Lagrota, Francisco José Rigolon, José Eduardo de C. Pereira, José Laurentino, Luiz César Muzzi, Luiz Antônio Gonçalves, Marco Aurélio Cardoso, Otávio Lobão, Ricardo Figueiró, Selmo Aronovich e Thiago Rabelo.

1. Introdução

Artigos acadêmicos e matérias veiculadas na imprensa sobre o BNDES concentram-se, usualmente, na destinação dos recursos que o Banco desembolsa a cada ano. Raramente, são mencionados os instrumentos de captação que os viabilizam e as fontes de recursos do BNDES, o que nos motivou a ampliar a literatura sobre o tema.

Em continuidade ao texto “Fontes de Recursos do BNDES” [Prochnik (1995)], que percorreu o período 1952–1994 e também foi publicado na *Revista do BNDES*, o presente artigo trata do período 1995–2007, visando a três objetivos. O primeiro é registrar e publicar os valores e as respectivas origens dos recursos que o BNDES utilizou nesse período e, com isso, facilitar o acesso aos dados.

O segundo objetivo é descrever a natureza dessas fontes de recursos. Trata-se, dessa vez, de reunir informações coletadas não só na Área Financeira do Banco, mas também entre as equipes detentoras de conhecimento específico sobre fundos, aquisições e venda de ações, operações de renda fixa e programas específicos do governo federal. Nesse sentido, o texto pretende cumprir o papel de registrar os movimentos e funcionar como um dicionário de origem e significado das fontes de recursos.

Por fim, o levantamento sistematizado permitiu que, além do encadeamento com o texto anterior, se montasse a base estatística para análise da evolução temporal da importância relativa de cada fonte. Conseqüentemente, a análise das fontes de recursos do BNDES mostra-se fundamental não apenas para compreender a trajetória passada, mas também para sustentar estudos prospectivos e seus impactos na alavancagem dos desembolsos globais do Banco.

A série histórica assim encadeada (1952–2007) permite ressaltar que os recursos captados pelo BNDES são progressivamente desvinculados de um objetivo específico, mesmo no caso dos recursos institucionais, ampliando-se as captações de recursos em mercado, que implicam maior flexibilidade em sua alocação. Exemplifique-se que, em seus primórdios, o BNDES contava com diversos recursos que vinculavam origem e destinação, como o Fundo Federal de Eletrificação, proveniente de taxa aplicada sobre o consumo de energia elétrica e alocado exclusivamente ao setor elétrico.

Em contraposição ao texto de 1952–1994, agrupado segundo a origem dos recursos, tais observações inspiraram a lógica de montagem do presente trabalho, organizado a partir das fontes mais vinculadas para as menos vinculadas, isto é, das menos flexíveis para as mais flexíveis na alocação dos recursos. Os extremos são representados, de um lado, pelo item “Recursos Vinculados”, que incluem o Fundo da Marinha Mercante e os Recursos do Tesouro Nacional, e, de outro, pelas “Captações em Mercado”, que incluem as captações em renda variável e renda fixa nos mercados interno e externo. Destaque-se que o aumento das captações de longo prazo em mercado está associado ao cenário de maior estabilidade econômica verificado nos últimos anos, que beneficia a totalidade do sistema financeiro de longo prazo.

Na Seção 2, antes de procedermos à descrição das fontes de recursos entre 1995 e 2007, faz-se um breve relato das fontes de recursos no período 1952–1994, com o objetivo único de reavivar a memória do leitor e aproximá-lo da análise do período mais recente. Em seguida, na Seção 3, as fontes de recursos do período 1995–2007 são registradas, com descrições acerca de suas finalidades, aspectos legais, condições financeiras e características gerais. A Seção 4 trata da análise do fluxo de ingresso de recursos, ressaltando a importância de cada fonte para o financiamento dos desembolsos do BNDES. Por fim, nas conclusões, são alinhavadas as perspectivas e os desafios para o Banco em um cenário mais competitivo, a permanecerem a estabilidade macroeconômica, o acesso às agências multilaterais de financiamento, bem como o progressivo desenvolvimento dos mercados doméstico e internacional de capitais, observados nos últimos anos.

2. Análise das Fontes de Recursos do BNDES (1952–1994)

Quando da instituição do BNDES, em 1952, durante o segundo governo de Getúlio Vargas, definiu-se que, inicialmente, a origem dos recursos para financiar a atuação do Banco no fomento da economia nacional seria o adicional sobre o imposto de renda. Em vigor desde o ano anterior ao da fundação do Banco, o adicional sobre o imposto de renda tinha a finalidade de constituir um fundo para financiar projetos de reaparelhamento industrial e de infra-estrutura, denominado Fundo do Reaparelhamento Econômico (FRE). A partir de 1965, o BNDES passou a receber diretamente 20% do imposto de renda arrecadado, previsto anualmente no Orçamento da União, como recursos destinados ao FRE.

De forma complementar, no período 1952–1966, também ingressaram recursos em caráter transitório, vinculados a setores e/ou objetivos específicos, em montantes expressivos, sobretudo a partir de 1955. Nesse grupo, encontrava-se o Fundo Federal de Eletrificação, cujos recursos originavam-se do imposto único incidente sobre o consumo de energia elétrica e destinavam-se ao financiamento da produção, transmissão e distribuição de energia elétrica pela União, estados e municípios. Outras fontes de recursos vinculadas criadas nessa época são o Fundo da Marinha Mercante (FMM), que ainda hoje tem passagem pelo Banco, antes de financiar a construção de embarcações, e o Fundo Portuário Nacional, para financiar a aquisição de equipamentos de dragagem. Nesses casos, a vinculação se dava nas duas pontas, como definido por Prochnik (1995), na arrecadação e na aplicação.

O período 1967–1973 caracterizou-se pela irregularidade no fluxo de ingresso de recursos. Nessa época, além do orçamento fiscal, o BNDES passou a depender também do orçamento monetário do governo, tornando-se depositário de uma parte da arrecadação do recém-criado Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), canalizado para a formação de reserva monetária aplicada no Banco Central. Os recursos vinculados mostraram-se muito importantes nesse período instável. A principal fonte de tais recursos foi a FINAME, originalmente criada sob a forma de fundo, constituído, entre outros recursos, de repasses na forma de empréstimos ou doações de entidades nacionais e internacionais e aportes do Tesouro Nacional.

A partir de 1974, o BNDES passou a ter maior previsibilidade sobre o ingresso de recursos para alocação em projetos de longo prazo. Esse fato decorreu da destinação das arrecadações do Programa de Integração Social (PIS) e do Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep) para financiamento de programas especiais de investimentos no âmbito dos Planos Nacionais de Desenvolvimento (PND), sob a responsabilidade do Banco. Com isso, o BNDES tornou-se mais independente das dotações orçamentárias da União, embora os recursos advindos da reserva monetária continuassem expressivos até 1977. Essa estabilidade foi coroadada com a Constituição Federal de 1988, que, em seu artigo 239, dispôs sobre a destinação ao BNDES de, no mínimo, 40% da arrecadação das contribuições para o PIS e o Pasep para aplicação em projetos de desenvolvimento econômico. Além disso, observou-se, a partir do início da década de 1980, o destaque crescente dos retornos do Banco como principal fonte financiadora de seus desembolsos, fato verificado ainda hoje.

3. Definição das Principais Fontes de Recursos (1995–2007)

Conforme mencionado, as rubricas foram dispostas em ordem decrescente de vinculação dos recursos a setores/segmentos predefinidos, constituindo a seguinte lista:

I. Recursos Vinculados – Fundo da Marinha Mercante e Recursos do Tesouro Nacional;

II. Captações Institucionais – FAT Depósitos Especiais, Fundo Nacional de Desenvolvimento e Organismos Internacionais;

III. Ingressos Automáticos – FAT Constitucional;

IV. Retorno

V. Captações em Mercado – Renda Variável, Renda Fixa e Renda Fixa – Bônus e Empréstimos no Mercado Externo;

VI. Outras Entradas.

Apresentamos a seguir cada uma dessas rubricas.

I. Recursos Vinculados

1.1 Fundo da Marinha Mercante

Criado em 1958, o Fundo da Marinha Mercante (FMM) tem por finalidade prover recursos para renovação, ampliação e recuperação da frota mercante brasileira, bem como para a construção de navios auxiliares e hidrográficos ou oceanográficos a serem utilizados pela Marinha do Brasil. O financiamento destina-se a construção, jumborização, conversão, modernização ou reparação de embarcação em estaleiro brasileiro e também a projetos de pesquisa e desenvolvimento científico ou tecnológico e a capacitação de recursos humanos voltados para os setores da marinha mercante.

O fundo é constituído, principalmente, pelo produto da arrecadação do Adicional ao Frete para a Renovação da Marinha Mercante (AFRMM), que consiste em uma alíquota sobre o frete cobrado pelo armador de qualquer embarcação que opere em porto nacional. As alíquotas em vigor são de 25% sobre o frete na navegação de longo curso, de 10% na navegação de cabotagem e de 40% na navegação fluvial e lacustre (nesse último caso, aplicável somente no transporte de grânéis líquidos).

Inicialmente, os recursos do fundo eram recolhidos diretamente ao BNDES, mas a partir da publicação do Decreto-Lei 2.035, de 1983, o FMM passou a ser administrado pelo Ministério dos Transportes, tendo como agente financeiro o próprio BNDES. Esses recursos são remunerados à taxa de juros de longo prazo (TJLP), no caso dos financiamentos concedidos em moeda nacional, e a parte destinada a financiamentos em moeda estrangeira é referenciada em dólar norte-americano. As condições dos financiamentos, tais como as taxas de juros e os prazos de carência e amortização, estão definidas na Resolução Bacen 3.262, de 2005. Cabe mencionar que, conforme previsto em lei, o risco das operações do fundo é do BNDES.

O FMM constitui uma fonte de recursos vinculada na origem e no destino, já que seus recursos são provenientes de arrecadação específica com finalidade própria, identificada a projetos do setor naval. Os projetos que almejam obter financiamento com recursos do fundo são avaliados, primeiramente, pelo Conselho Diretor do Fundo da Marinha Mercante (CDFMM) e, em seguida, são encaminhados ao BNDES, que faz sua avaliação econômico-financeira.

Legislação

Lei 3.381, de 24 de abril de 1958; Decreto-Lei 1.801, de 18 de agosto de 1980; Decreto-Lei 2.035, de 21 de junho de 1983; Lei 7.597, de 14 de abril de 1987; Lei 9.365, de 16 de dezembro de 1996; Lei 10.893, de 13 de julho de 2004; Resolução Bacen 3.262, de 3 de fevereiro de 2005.

1.2 Recursos do Tesouro Nacional

Após a crise de energia elétrica deflagrada em 2001, o BNDES atuou como agente financeiro da União para garantir a liquidez das empresas prejudi-

cadascas enquadráveis para fins de recebimento de apoio financeiro. Uma das estratégias adotadas pelo governo federal foi financiar a perda de receita que essas empresas tiveram em decorrência da crise. A rubrica chamada “Recursos do Tesouro Nacional” refere-se aos recursos que ingressaram no BNDES tendo como origem o próprio Tesouro Nacional, para atendimento emergencial às concessionárias de energia elétrica no período compreendido entre 2002 e 2005. Conforme disposto na Lei 10.438, de 2002, a transferência de recursos ao Banco se deu de duas maneiras, que, em seguida, serão detalhadas.

Após a publicação da referida lei, a União ficou autorizada a emitir títulos da dívida pública em favor do BNDES, em permuta a créditos do Tesouro Nacional detidos contra a subsidiária BNDES Participações S.A. (BNDESPAR). Esses recursos deveriam ser utilizados para apoiar as empresas do setor elétrico com dificuldades financeiras em decorrência da crise energética.

Também em atendimento à Lei 10.438, a Medida Provisória 127, de 2003, nesse mesmo ano convertida na Lei 10.762, criou o Programa Emergencial e Excepcional de Apoio às Concessionárias de Serviços Públicos de Energia Elétrica, implementado no BNDES entre 2002 e 2005. O programa tinha por finalidade compensar a escassez de recursos das concessionárias de energia elétrica provocada pelo adiamento dos reajustes e revisões tarifárias previstos na Medida Provisória 2.227, de 2001. Assim, através do repasse de recursos da União, caberia ao Banco adiantar recursos às concessionárias, que seriam devolvidos após a efetivação dos referidos reajustes e revisões tarifárias. Tais recursos seriam destinados, prioritariamente, à liquidação de obrigações dessas empresas com agentes do setor elétrico. Conforme determinado em resolução pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), o saldo devido ao BNDES pelas concessionárias deveria ser remunerado pela Selic, acrescida de juros de 1% ao ano, sendo a remuneração em Selic repassada ao Tesouro Nacional.

Em 2007, o repasse de recursos do Tesouro Nacional montou a R\$ 1,9 bilhão. Conforme autorizado pela MP 2.181-45, de 2001, para essa operação foi utilizada como instrumento a colocação de títulos públicos federais em favor do BNDES, que, em contrapartida, novamente utilizou créditos detidos contra a BNDESPAR. Contudo, diferentemente do ocorrido no período 2002–2005, os recursos que ingressaram em 2007 não foram canalizados para um setor específico, mas para a complementação do orçamento de desembolsos do Banco, não configurando, portanto, um repasse vinculado.

Legislação

Medida Provisória 2.227, de 4 de setembro de 2001; Medida Provisória 2.181-45, de 24 de agosto de 2001; Lei 10.438, de 26 de abril de 2002; Medida Provisória 127, de 4 de agosto de 2003; Lei 10.762, de 11 de novembro de 2003; Resolução CMN 3.119, de 27 de agosto de 2003.

II. Captações Institucionais

2.1 Interna

2.1.1 FAT Depósitos Especiais

Nos primeiros anos da década de 1990, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), constituído pela arrecadação das contribuições para o PIS e o Pasep, apresentou variação líquida de caixa positiva, em grande medida proporcionada por suas receitas financeiras, as quais, aplicadas em títulos do Tesouro Nacional, permitiram a acumulação de recursos excedentes à reserva mínima de liquidez.¹ Em 1991, a Lei 8.352 determinou que tal excedente poderia ser aplicado em depósitos especiais remunerados, para atender a linhas de crédito e programas específicos.

Os depósitos especiais ingressam no BNDES adicionalmente aos 40% da arrecadação líquida de recursos do PIS-Pasep² – FAT Constitucional, que será detalhado mais adiante. Esses recursos são destinados não só ao BNDES, mas a todas as instituições financeiras oficiais federais – Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Financiadora de Estudos e Projetos (Finep), Banco do Nordeste e Banco da Amazônia. A aplicação dos recursos deve seguir as diretrizes estabelecidas, através de resoluções, pelo Conselho Deliberativo do FAT (Codefat), o que limita sua flexibilidade, uma vez que são definidos setores e portes das empresas a serem apoiadas, limites para as taxas de juros e prazos de financiamento, entre outros critérios.

Quanto à forma de remuneração ao FAT, incide sobre os recursos a TJLP, a partir da liberação ao tomador final, ou a Selic, no caso dos recursos ain-

¹ A reserva mínima de liquidez do FAT tem a finalidade de garantir, em tempo hábil, o pagamento dos benefícios do seguro-desemprego e do abono salarial. Para mais detalhes, ver Lei 8.352, de 28 de dezembro de 1991.

² Entende-se por arrecadação líquida a arrecadação bruta das contribuições para o PIS e o Pasep, exclusive a Desvinculação das Receitas da União (DRU), que, atualmente, é de 20%.

da não liberados, visando incentivar o repasse de recursos aos mutuários finais o mais rapidamente possível. Entre 1995 e 2007, a forma de retorno dos recursos dos depósitos especiais ao FAT sofreu alterações. Atualmente, é remetido mensalmente um percentual do saldo devedor do programa, denominado reembolso automático, que, dependendo do programa, pode ser de 1% ou 2% ao mês. Ao contrário do que ocorre com os recursos do FAT Constitucional, que são considerados dívida subordinada, os depósitos especiais têm prazo de devolução definido, além de serem exigíveis a qualquer momento por ocasião de possíveis problemas de caixa que venham a ocorrer no Fundo para o pagamento do seguro-desemprego e do abono salarial.

A alocação de recursos dos depósitos especiais nas instituições oficiais depende das disponibilidades do fundo e, atualmente, é determinada na Programação Anual da Aplicação de Depósitos Especiais (PDE). Desse fato, decorre a irregularidade dos montantes repassados a cada ano ao BNDES. Na Tabela 1, apresentada na Seção 4, verifica-se o aumento no volume de recursos repassados a partir de 2002, acentuando-se em 2005 e com ligeira queda em 2006. Nesse ano, o repasse a todas as instituições chegou a R\$ 16 bilhões, refletindo menor participação do Banco no fluxo de depósitos especiais (a participação do BNDES, que ficava em torno de 60%, historicamente, passou para menos de 40% em 2006). Em 2007, a entrada de recursos no Banco sob essa rubrica caiu à metade do valor histórico, em grande medida por causa da redução abrupta da PDE para R\$ 9,8 bilhões, em virtude da diminuição das disponibilidades do FAT.

Em 31 de dezembro de 2007, o saldo passivo do FAT Depósitos Especiais no BNDES era de R\$ 25,8 bilhões, equivalente a 13% do passivo total da instituição.

Legislação

Lei 8.352, de 18 de dezembro de 1991; Lei 9.365, de 16 de dezembro de 1996; Resoluções do Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Codefat).

2.1.2 Fundo Nacional de Desenvolvimento

O Fundo Nacional de Desenvolvimento (FND) foi criado em 1986 com a finalidade de prover recursos para a realização de investimentos necessários à promoção do desenvolvimento nacional, estendendo o apoio à iniciativa privada para a ampliação de suas atividades econômicas. Subordinado ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior (MDIC), o FND tem característica peculiar por ser de natureza autárquica e ter personalidade jurídica, diferentemente da maioria dos fundos desse tipo.

Inicialmente, o patrimônio do FND foi constituído de ações de empresas controladas pela União que, conforme determinado em decreto-lei, permutaram parte de suas ações por cotas do fundo. Outra parte dos recursos captados originou-se do lançamento de Obrigações do Fundo Nacional de Desenvolvimento (OFNDs), que constituíam títulos de longo prazo, compulsoriamente adquiridos por entidades de previdência privada mantidas por órgãos da União. A partir desse aporte inicial, os ingressos no fundo passaram a ser decorrentes dos retornos dos financiamentos realizados, dos juros calculados segundo a TJLP e, em menor escala, dos dividendos da carteira de ações e de aplicações financeiras.

O FND tem como agentes financeiros o BNDES, a Finep e o Banco do Brasil, que assumem os riscos das operações que realizam, com índice zero de inadimplência. Além do repasse de recursos aos agentes financeiros para a concessão de financiamentos, está prevista a saída de recursos para o pagamento de dividendos aos cotistas do fundo de, no mínimo, 25% do resultado líquido do exercício.

O BNDES é o principal agente do FND, concentrando grande parte de sua carteira de financiamentos. O saldo passivo no Banco, em 31 de dezembro de 2007, era de R\$ 5,4 bilhões, que representava cerca de 77% do ativo real desse fundo. Os pagamentos feitos pelo BNDES ao FND respeitam a contratos entre ambos, que prevêem carência de dois anos e amortização de quatro anos, sendo os recursos remunerados pela TJLP.

No BNDES, os financiamentos com recursos do FND devem ser direcionados aos setores de insumos básicos e bens de consumo, o que reduz a flexibilidade de sua aplicação. Observa-se também relativa instabilidade no fluxo de recursos nessa rubrica, explicada pelo fato de que o repasse ao BNDES depende do retorno dos empréstimos ao fundo, sobretudo pelo próprio Banco, e da aprovação pelo Congresso Nacional do orçamento anual do FND, o qual integra o Orçamento Geral da União.

Legislação

Decreto-Lei 2.288, de 23 de julho de 1986; Decreto-Lei 2.383, de 17 de dezembro de 1987; Decreto 193, de 21 de agosto de 1991.

2.2 Externa

2.2.1 Organismos Internacionais

O BNDES capta recursos no exterior em organismos multilaterais e agências governamentais desde 1953. Entre as instituições parceiras, estão o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), o Banco Mundial, o Japan Bank for International Cooperation (JBIC), o KFW Bankengruppe e o Nordic Investment Bank (NIB).

Os recursos captados em instituições internacionais têm, geralmente, destinação específica a determinados setores ou segmentos empresariais e devem atender a certas condições requeridas pela instituição credora.

Apesar de o crédito com recursos institucionais externos ser direcionado a empresas e/ou setores determinados, nem sempre é o cliente desse setor que contrai a dívida em moeda estrangeira. Em segmentos como o das pequenas e médias empresas cujos beneficiários não podem suportar o risco de variações cambiais, os financiamentos são feitos em moeda nacional. Para cobertura do passivo em moeda estrangeira, as Políticas Operacionais do BNDES prevêem que grandes empresas, mesmo quando não beneficiárias dos recursos internacionais, devem assumir parte do financiamento que estão pleiteando ao BNDES com remuneração conforme a variação da cesta de moedas.³

Também ocorre, principalmente no caso das agências governamentais de fomento (como o NIB e o JBIC), de o recurso captado ser destinado ao financiamento de investimentos realizados por empresas estrangeiras no Brasil, normalmente com sede no país de origem da agência de fomento, ou por empresas que tenham relações com o país credor, visando conciliar tanto os interesses brasileiros quanto os interesses desses governos.

3 A cesta de moedas reflete o peso relativo de cada moeda estrangeira no passivo externo do BNDES.

Em dezembro de 2007, o saldo passivo do BNDES com essas instituições era de R\$ 9,4 bilhões, que representava cerca de 5% do passivo total. As principais vantagens dessa fonte de recursos para o Banco são seu custo baixo e estável e seu prazo de financiamento mais longo em relação às captações de mercado. Outro ponto a destacar é o caráter anticíclico dos empréstimos oriundos de organismos internacionais. Em momentos de escassez de recursos, marcados por crises internacionais ou por ocasião de crises cambiais, os organismos continuaram a emprestar recursos, muitas vezes em montantes superiores àqueles normalmente repassados, para financiar os desembolsos do BNDES. Em 1999, por exemplo, o BID não só manteve um empréstimo de US\$ 1,1 bilhão que estava sendo negociado com o Banco, como adicionou US\$ 1,2 bilhão na forma de empréstimo emergencial.

III. Ingressos Automáticos

3.1 FAT Constitucional

A denominação FAT Constitucional tem origem no artigo 239, parágrafo 1º, da Constituição Federal de 1988, no qual se determinou que pelo menos 40% da arrecadação das contribuições para o PIS e o Pasep⁴ seria destinada ao BNDES para financiamento de programas de desenvolvimento econômico. Assim, seria constituída uma das pontas do sistema público de emprego, na qual as contribuições dos trabalhadores seriam canalizadas para projetos que possibilitassem a geração de emprego e renda. O restante dos recursos arrecadados seria destinado ao custeio dos programas de seguro-desemprego e abono salarial. Note-se que a Constituição não cita o FAT, que só foi criado em 1990 e passou, então, a ser depositário dessas contribuições.⁵

Para o BNDES, a promulgação do texto constitucional significou uma mudança no padrão do seu fluxo de recursos, que passou a ser mais re-

4 A partir de 1994, com a instituição de percentuais para a desvinculação de receitas da União, na época canalizados para o Fundo Social de Emergência, passou a ser considerada a arrecadação líquida do PIS-Pasep. Conforme já mencionado, esse percentual de desvinculação, atualmente, é de 20%.

5 Atualmente, salvo exceções, as alíquotas incidem, no caso do PIS, sobre o faturamento das pessoas jurídicas de direito privado (1,65%) ou sobre a folha de salários das entidades sem fins lucrativos (1%) e, no caso do Pasep, sobre as receitas arrecadadas e transferências recebidas pelas pessoas jurídicas de direito público (1%).

gular, permitindo um melhor planejamento e atendimento das demandas por crédito de longo prazo da economia brasileira. A natureza compulsória do FAT Constitucional configurou-o como fonte automática e segura de recursos para o BNDES.

Os recursos constitucionais são remunerados pela TJLP, no caso de financiamentos concedidos em reais, e pela Taxa de Juros para Empréstimos e Financiamentos no Mercado Interbancário de Londres (Libor) mais a variação do dólar, no caso de financiamentos concedidos em moeda estrangeira – FAT Cambial. Semestralmente, o BNDES transfere ao FAT o valor correspondente à remuneração desses recursos ordinários relativos à TJLP, limitando essa remessa a 6% ao ano, enquanto a diferença é capitalizada no saldo devedor. No caso dos recursos remunerados pela Libor, toda a remuneração é transferida ao FAT.

O saldo devedor entre o BNDES e o FAT tem caráter de perpetuidade, em que não há previsão de devolução do principal (salvo em caso de insuficiência de caixa para custear os programas de seguro-desemprego e abono salarial), mas apenas o pagamento de juros semestrais. Por esse motivo, tais recursos são considerados pelo BNDES dívida subordinada, da qual uma parte é considerada para efeito de cálculo do patrimônio de referência da instituição.

O FAT Constitucional representou fonte crescente de recursos para o BNDES nos últimos anos. Conforme se observa na Tabela 1, na Seção 4, o ingresso anual saltou, em termos reais, de R\$ 3,7 bilhões, em 1995, para R\$ 7,7 bilhões, em 2007. Em 31 de dezembro de 2007, o saldo desses recursos na instituição era de R\$ 79,8 bilhões, representando 39% de seu passivo. Além dos ingressos anuais de novos recursos, o retorno dos financiamentos realizados em anos anteriores com recursos do FAT Constitucional representa outra expressiva fonte para novos empréstimos.

Por fim, vale ressaltar a interessante lógica do casamento entre “aplicação de recursos pelo BNDES” e “amparo ao trabalhador e seguro-desemprego”: o entendimento explicitado na legislação em vigor de que o uso dos recursos em financiamentos a projetos econômicos gera empregos e minimiza a necessidade de utilização desses recursos para o pagamento de seguro-desemprego.

Legislação

Art. 239 da Constituição Federal de 1988; Lei 7.998, de 11 de janeiro de 1990; Lei 8.019, de 11 de abril de 1990; Lei 9.365, de 16 de dezembro de 1996; Lei 8.352, de 18 de dezembro de 1991.

IV. Retorno

A rubrica denominada “Retorno” corresponde aos recursos provenientes de amortizações, juros, encargos moratórios, comissões e devoluções, que ingressaram no BNDES em determinado ano, como contrapartida dos financiamentos concedidos em um período anterior. Esses retornos podem ser subdivididos em retorno exclusivo Fundo PIS-Pasep e retorno do Fundo PIS-Pasep.

O retorno exclusivo Fundo PIS-Pasep é constituído de recursos oriundos de diversas fontes, as mesmas que deram origem aos desembolsos realizados no passado, e é tratado separadamente para se proceder aos pagamentos de juros e amortizações do BNDES aos seus credores ou à sua reaplicação em novos projetos. Atualmente, as fontes que mais contribuem para essa parte dos retornos são o FAT Constitucional, o FAT Depósitos Especiais e os recursos próprios do Banco.

O retorno do Fundo PIS-Pasep refere-se às amortizações, remunerações com base na TJLP e juros⁶ dos financiamentos concedidos com recursos que ingressaram nesse fundo até 1988.

Criados na década de 1970, o PIS e o Pasep tinham por finalidade estimular a poupança dos empregados dos setores público e privado para fruição futura por ocasião de aposentadoria ou por motivo de doença grave ou invalidez. Em 1974, esses programas passaram a ter aplicação unificada, destinando-se, no âmbito do segundo Plano Nacional de Desenvolvimento, a programas especiais de investimento elaborados pelo então BNDE.⁷ No ano seguinte, passaram também a constituir o Fundo de Participação PIS-Pasep. Como subconta desse fundo, foi instituído o Fundo de Participação

⁶ *Juros contratados excedentes a 2% pela gestão do fundo pelo BNDES.*

⁷ *Entre 1970 e 1974, a arrecadação do PIS e do Pasep foi destinada ao Banco do Brasil e à Caixa Econômica Federal. Em 1974, todo o estoque de recursos existente nessas instituições foi transferido ao BNDES, que passou a ser a única instituição a receber diretamente tais recursos daí por diante.*

Social (FPS),⁸ destinado a fomentar investimentos em ações ou debêntures conversíveis e, conseqüentemente, promover a participação dos trabalhadores nas empresas nacionais de capital aberto.

Nos anos 1980, a Constituição Federal, em seu artigo 239, destinou a arrecadação do PIS e do Pasep ao custeio dos programas de seguro-desemprego e abono salarial e ao financiamento de programas de desenvolvimento econômico a cargo do BNDES. Por essa razão, o Fundo PIS-Pasep deixou de receber tais contribuições, que, em 1990, passaram a ser depositadas no FAT.⁹

O BNDES atua como agente aplicador dos recursos do Fundo PIS-Pasep, sendo este uma importante fonte de recursos para o Banco desde 1974. A cada ano, parte do retorno do Fundo PIS-Pasep é remetida ao Banco do Brasil, responsável pelo pagamento aos cotistas do Pasep, e à Caixa Econômica Federal, encarregada do pagamento aos cotistas do PIS.¹⁰ Cada conta do fundo é remunerada segundo a TJLP ajustada (TJLP menos 6% ao ano) mais juros de 3% ao ano. Complementarmente, pode ser distribuído o resultado líquido adicional (RLA), que corresponde a um adicional de juros, estabelecido pelo Conselho Diretor do Fundo PIS-Pasep no início de cada exercício financeiro do fundo.

Em 31 de dezembro de 2007, o saldo de recursos do Fundo PIS-Pasep tinha participação de 16% no passivo do BNDES, alcançando o montante aproximado de R\$ 28 bilhões, ao passo que o FPS era de cerca de R\$ 2,7 bilhões. O fim do ingresso de recursos novos no fundo e os pagamentos periódicos aos participantes contribuíram para que a importância dessa fonte de recursos no financiamento dos desembolsos do BNDES diminuísse ao longo do tempo.

Legislação

Lei Complementar 7, de 7 de setembro de 1970; Lei Complementar 8, de 3 de dezembro de 1970; Lei Complementar 19, de 25 de junho de 1974; Lei

8 *O patrimônio líquido do FPS foi limitado a 15% do patrimônio líquido do Fundo PIS-Pasep. Por se tratar de um fundo de ações, os números do FPS estão representados juntamente com os dados dos retornos de renda variável.*

9 *Ver seção Ingressos Automáticos – FAT Constitucional.*

10 *Os cotistas são os empregados dos setores público e privado inscritos nesses programas antes da publicação do texto constitucional, em 1988, que têm direito de sacar os rendimentos e as cotas do fundo em situações específicas, como por motivo de doença grave ou invalidez.*

Complementar 26, de 11 de setembro de 1975; Decreto 79.459, de 30 de março de 1977; Artigo 239 da Constituição Federal de 1988; Resolução 1, do Conselho Diretor do Fundo PIS-Pasep.

V. Captações em Mercado

5.1 Interna

5.1.1 Renda Variável

A rubrica “Renda Variável” refere-se aos recursos originados tanto da venda de ações da carteira de renda variável da BNDESPAR, subsidiária do BNDES, quanto do recebimento de dividendos, juros e cotas de fundos de investimentos. Constituída em 1982, a BNDESPAR é responsável pela administração dos ativos de renda variável do Sistema BNDES, constituídos em sua quase totalidade por ações, adquiridas ao longo de anos em apoio ao investimento das empresas através da participação em seu capital em caráter minoritário e transitório. Ressalte-se que a carteira de ações da BNDESPAR é bastante concentrada em setores como petróleo e gás, mineração e energia elétrica.

As participações societárias podem se dar pela compra direta de ações das empresas a serem apoiadas ou por intermédio de debêntures conversíveis em ações emitidas por elas. O principal objetivo dessa subsidiária é oferecer apoio às empresas, via capital de risco, fomentando o desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro.

A aquisição de ações pela BNDESPAR é feita apenas no mercado primário, quando todos os recursos destinam-se diretamente às empresas, que podem ser de capital aberto, fechado ou em processo de abertura. No caso de o apoio às empresas ser feito através de debêntures conversíveis, a BNDESPAR recebe em contrapartida juros e tem a opção de conversão por ações da empresa. Esses ativos também podem ser adquiridos em negociações que visam apoiar processos de reestruturação empresarial relevantes ou em aquisições diretas de ações de propriedade do Tesouro Nacional – geralmente, transferência de ativos decorrente de acertos de contas entre o BNDES e seu controlador, o Tesouro Nacional. O BNDES também pode atuar na abertura de capital das empresas.

Os desinvestimentos são realizados através de venda em mercados organizados, como a Bovespa, ou através de operações estruturadas que

atendam aos procedimentos estabelecidos por normas da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e seguem as condições de mercado, visando a boas oportunidades de preço, volume e momento de venda. Além da captação de recursos, as vendas de ativos contribuem para aumentar a liquidez, notadamente baixa, do mercado de capitais brasileiro e para aumentar o número de empresas negociadas em bolsa de valores. A política de *portfolio* do Sistema BNDES é anualmente aprovada pela Diretoria da BNDESPAR, integrada pelos diretores do BNDES eleitos pelo Conselho de Administração.

As vendas de ações, ou desinvestimentos, são ajustadas a fim de completar os recursos para fazer frente aos desembolsos do Banco. Nesse sentido, foi lançado em 2004 um produto inovador chamado Papéis Índice Brasil Bovespa (PIBB), fundo indexado negociado em bolsa, cujo objetivo é replicar o índice IbrX-50, formado pelas cinquenta ações mais negociadas na Bovespa. Lançado principalmente no mercado de varejo, o produto totalizou R\$ 600 milhões na primeira operação e R\$ 2,3 bilhões na segunda, realizada em 2005.¹¹

Em 2007, o lucro da BNDESPAR foi de R\$ 3,7 bilhões, impulsionado, principalmente, pelas alienações de títulos e valores mobiliários e pela receita com dividendos e juros sobre o capital próprio, resultado da administração de uma carteira que monta a R\$ 85 bilhões, a valores de mercado.

5.1.2 Renda Fixa

O retorno da carteira de renda fixa do BNDES origina-se tanto da venda de títulos de renda fixa – títulos de dívida do Tesouro Nacional e debêntures – como dos juros e remunerações recebidos pela custódia desses títulos.

As operações com debêntures, em que há o ingresso de recursos no BNDES, podem se dar de duas maneiras. A primeira é aquela em que há o resgate de debêntures em poder do BNDES emitidas por outras empresas na ocasião da operação de financiamento. Nessa definição, só estão sendo consideradas debêntures simples, sem opção de conversão em ações, e debêntures conversíveis, quando não é exercida no vencimento a opção pela conver-

11 Os valores que ingressaram no BNDES relativos ao PIBB estão informados no item “Outras Entradas”, apesar de configurarem um movimento de renda variável.

são em ações da empresa financiada, configurando o ingresso de recursos monetários no Banco.¹²

A outra forma de captação com debêntures é aquela em que há a emissão pública de debêntures pela BNDESPAR, empresa constituída por sociedade anônima registrada na CVM e subsidiária do BNDES. As debêntures emitidas e ofertadas no mercado pela BNDESPAR podem ser simples ou conversíveis, caso em que há a opção de permuta por ações integrantes da sua carteira. Em ambos os casos, o Banco paga, em contrapartida, juros periódicos a seus credores e os títulos têm data de vencimento predeterminada. A principal vantagem para o Banco da operação de captação utilizando como instrumento as debêntures conversíveis é a possibilidade de pagar taxas menores do que as praticadas no mercado, uma vez que é oferecida uma opção ao investidor de exercer ou não a troca por ações no vencimento. Além disso, permite melhor planejamento dos resultados do Banco, já que este sabe por quanto irá vender as ações na data de vencimento da opção, no caso de o investidor optar pela permuta, e contribui para a liquidez do mercado acionário, já que representa para o investidor uma possibilidade adicional de negociação e avaliação da referida ação.

A primeira emissão de debêntures realizada pela BNDESPAR foi em 1998, quando foram lançadas debêntures permutáveis por ações ordinárias da Eletrobrás, que compunham a carteira da BNDESPAR. O objetivo dessa operação foi adiantar aos estados os recursos advindos da privatização de suas distribuidoras de energia elétrica através da concessão de financiamentos. Nessa operação, as ofertas de debêntures foram feitas tanto no mercado interno quanto no mercado externo, totalizando cerca de US\$ 200 milhões, liquidados em 2001, quando as opções de permuta foram exercidas.

Em 2001, outra operação semelhante foi realizada, só que dessa vez foi o BNDES que emitiu cerca de US\$ 300 milhões em títulos permutáveis por ações da Embraer, constantes da carteira de sua subsidiária. A carteira da BNDESPAR serviu apenas como lastro para a captação, que resultou em uma operação de mútuo entre as empresas, na qual os recursos captados com a emissão foram repassados à BNDESPAR.

A partir de 2006, o BNDES voltou a lançar mão de operações de emissão de debêntures pela BNDESPAR para alavancar seus desembolsos. Para tanto, registrou-se na CVM o Programa de Distribuição de Debêntures

12 No caso das debêntures convertidas em ações quando do vencimento, essas ações irão compor a carteira da BNDESPAR.

Simples, não permutáveis em ações, para a captação de R\$ 2 bilhões. Além de constituir fonte adicional de recursos para as operações da BNDESPAR, essa operação teve por objetivos fomentar o desenvolvimento do mercado de capitais doméstico de renda fixa, a partir da distribuição pulverizada das debêntures entre pessoas físicas e pequenos investidores, incentivar o mercado secundário e utilizar indexadores compatíveis com a captação de recursos em longo prazo.

No fim de 2006, foi realizada uma oferta de debêntures dentro desse programa em que, pela primeira vez, as debêntures foram lançadas no mercado de varejo. Nessa emissão, foram captados R\$ 600 milhões, tendo como remuneração IPCA mais 8,525% ao ano e vencimento em 2012. Foram escolhidos dois agentes para atuar como formadores de mercado – o Banco do Brasil e o Bradesco –, cuja função era formar os preços dos papéis através de sua compra e venda na bolsa de valores, diariamente. Do total captado, R\$ 100 milhões em debêntures foram direcionados às pessoas físicas e o restante, a investidores institucionais. Em julho de 2007, o BNDES lançou uma segunda operação de debêntures no mercado de varejo, dessa vez com duas séries, uma prefixada (taxa de 11,20% ao ano) e outra indexada ao IPCA mais 6,80% ao ano, com vencimentos em 2011 e 2013, respectivamente, na qual foi captado um total de R\$ 1,35 bilhão, sendo R\$ 180 milhões adquiridos pelo varejo. Essa operação contou com mais um agente formador de preço, o UBS Pactual, além do Bradesco e do Banco do Brasil.

A atuação do BNDES nesse tipo de operação tem por objetivo, além da captação de recursos, o desenvolvimento de uma base de investidores individuais e de pequeno porte, melhorando o acesso desse público ao mercado de capitais. Os recursos captados têm sido aplicados na compra de ativos de mercado, ou seja, na compra de debêntures emitidas por outras empresas, o que também fomenta o mercado de capitais. Adicionalmente, está em estudo a adoção de cláusulas prevendo o repasse desses recursos para o financiamento de projetos de investimento, que deverão contar com uma parcela minoritária indexada ao IPCA. Cabe ressaltar que o lançamento de debêntures da BNDESPAR como fonte de recursos para o BNDES só foi possível graças à estabilização da economia, que permitiu o desenvolvimento do mercado de renda fixa, em especial para prazos mais longos.

5.2 Externa

5.2.1 Renda Fixa – Bônus e Empréstimos

Desde 1972, o BNDES capta recursos no mercado internacional. Nesse tipo de captação, as modalidades utilizadas são, principalmente, bônus e empréstimos. A principal vantagem dessa fonte de recursos é a flexibilidade em sua aplicação, que permite a ampliação do escopo de atuação do Banco, visto que os credores não fazem exigências quanto à destinação e à forma de remuneração que esses recursos receberão. Ademais, as fontes de mercado ampliam o grau de liberdade do orçamento de investimento em relação às disponibilidades definidas pelos recursos de origem institucional e pelos retornos dos ativos em carteira. No limite, as fontes de mercado permitem ao BNDES decidir o seu tamanho, impondo, contudo, uma elevação na margem sobre o seu custo de captação – *trade-off* entre tamanho do orçamento e custo médio dos recursos.

Nas operações de empréstimos, também denominados empréstimos sindicalizados, um banco ou um sindicato de bancos oferece crédito ao BNDES, a ser pago em amortizações periódicas iniciadas após um período de carência. A taxa de juros paga aos bancos credores é determinada via negociação entre as partes, sendo, normalmente, uma taxa flutuante expressa como um *spread* à taxa Libor.

No caso das captações através de bônus, os bancos coordenadores da operação vendem títulos de dívida emitidos pelo BNDES para investidores internacionais a serem pagos integralmente no vencimento, remunerados, geralmente, a uma taxa fixa. O preço e o cupom da dívida são determinados em processo de descoberta de preço conhecido como *bookbuilding*, uma espécie de leilão de “envelope fechado”.

A cesta de moedas é o mecanismo por meio do qual o BNDES repassa o custo e o risco do seu passivo externo aos clientes e reflete o peso relativo de cada moeda estrangeira no seu endividamento externo. Assim, os financiamentos em cesta de moedas são vinculados ao índice que reflete a variação cambial média aplicável ao passivo externo do Banco. Os seus encargos flutuam trimestralmente, refletindo os custos efetivamente incorridos no serviço do passivo externo no trimestre imediatamente anterior. O Banco utiliza derivativos para diminuir a exposição de seu próprio passivo ao risco cambial e de taxas de juros, para gerenciar a composição da cesta de moedas ou para reduzir, eventualmente, seu custo. As operações com derivativos cambiais buscam elevar o peso do dólar na cesta, o

que amplia sua atratividade ao permitir aos mutuários melhor gerenciamento de sua exposição ao risco cambial, tendo em vista o predomínio de receitas em dólar por parte das empresas exportadoras e a maior liquidez dos instrumentos de *hedge* disponíveis às empresas brasileiras na moeda norte-americana.

Desde 2002, o BNDES não financia seu orçamento de investimentos com recursos captados no mercado internacional. Esse fato se deveu à dinâmica do próprio mercado externo, que permaneceu fechado aos emissores brasileiros em 2002 em um cenário de forte depreciação do real e ampliação do risco soberano, verificado durante a disputa presidencial daquele ano. Desde então, mesmo após a abertura e a melhoria nas condições de acesso ao mercado, por causa do maior grau de aversão ao risco cambial por parte das empresas, o espaço para os repasses em moeda estrangeira foi reduzido.

Em dezembro de 2007, a dívida do BNDES no mercado externo era de cerca de R\$ 2,7 bilhões, entre bônus e empréstimos. Essa dívida é decorrente, principalmente, das vultosas operações de captação realizadas entre 1997 e 2001. A obtenção pelo Brasil do chamado grau de investimento, classificação para o risco de crédito acima do grau especulativo atribuída pelas agências de *rating* internacionais, e a perspectiva de maior estabilidade da taxa de câmbio deverão diminuir os custos financeiros desse tipo de operação, viabilizando a ampliação das captações do BNDES no mercado internacional.

VI. Outras Entradas

O item “Outras Entradas” compreende, em geral, ajustes de saldo de fundos e programas especiais, a exemplo do Fundo de Garantia para a Promoção da Competitividade (FGPC) e do Fundo de Garantia à Exportação (FGE), assim como fluxos de equalização no Tesouro Nacional, sobretudo para os programas agrícolas. Note-se, contudo, que, para alguns anos, o volume de “Outras Entradas” é muito expressivo, principalmente a valores de 2007, como mostra a Tabela 1, da Seção 4. Assim, descrevemos abaixo outros itens que, além dos já mencionados, compuseram essa rubrica em anos em que os ingressos foram vultosos.

1997 – Inclui recursos da privatização que, a valores da época, foram de R\$ 1,7 bilhão;

2002 – Inclui resgate de Letras Financeiras do Tesouro (LFT) e recursos de liberação retida;

2003 – Inclui resgate e remuneração de títulos e ressarcimento relativo ao Programa Emergencial e Excepcional de Apoio às Concessionárias de Distribuição de Energia Elétrica (CVA);

2004 – Inclui transferência de fundos externos para a FINAME e recursos do programa Papéis Índice Brasil Bovespa (PIBB);

2005 – Inclui ganhos cambiais, transferência de fundos externos para a FINAME e recursos do PIBB;

2006 – Inclui ganhos cambiais, dividendos recebidos pelo BNDES pagos pela BNDESPAR e FINAME e transferência de títulos da custódia direta para a indireta;

2007 – Inclui, além de ganhos cambiais, a venda de ações da carteira do BNDES pela BNDESPAR.

4. Análise das Fontes de Recursos do BNDES (1995–2007)

Com base na Tabela 1, com a série de ingressos de recursos no BNDES no período 1995–2007, passamos a analisar sua evolução, segundo critérios de flexibilidade na alocação e na magnitude relativa dos desembolsos totais do BNDES.

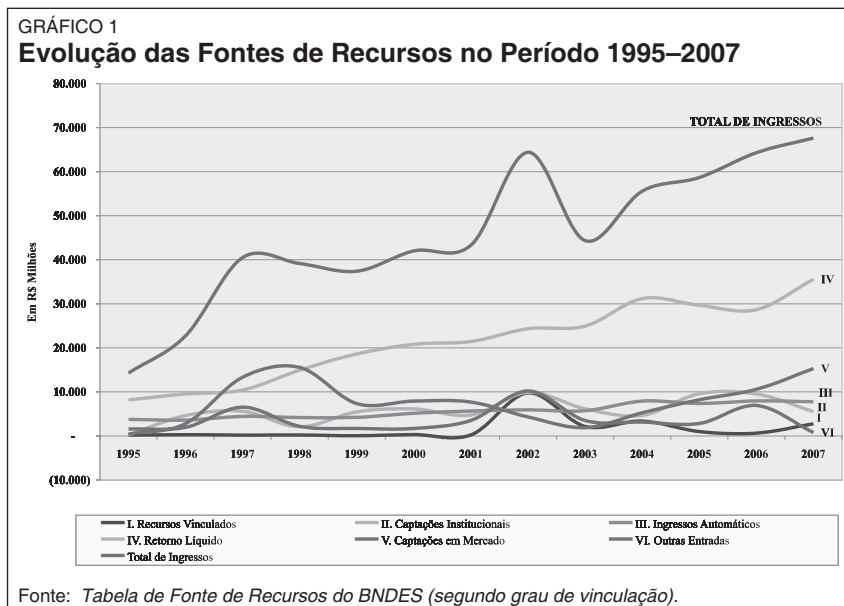
TABELA 1
Fontes de Recursos do BNDES (1995–2007) Segundo Grau de Vinculação
 (Em R\$ Milhões)

FONTES DE RECURSOS	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
I. Recursos Vinculados	173	290	192	204	69	305	231	9.740	2.161	3.380	972	648	2.776
1.1 FMM	173	290	192	204	69	305	231	421	752	801	496	648	876
1.2 Recursos do Tesouro Nacional	-	-	-	-	-	-	-	9.319	1.408	2.580	476	-	1.900
II. Captações Institucionais	215	4.618	5.591	2.070	5.479	6.155	4.763	9.904	6.136	4.669	9.591	9.519	5.518
2.1 Interna													
2.1.1 FAT Depósitos Especiais	-	2.058	3.916	2.033	2.492	1.989	2.746	5.076	3.168	3.601	7.430	6.344	3.167
2.1.2 FND	-	609	427	37	182	1.175	337	446	308	493	354	1.298	745
2.2 Externa													
2.2.1 Organismos Internacionais	215	1.951	1.247	-	2.805	2.991	1.680	4.382	2.660	575	1.807	1.877	1.606
III. Ingressos Automáticos	3.772	3.595	4.440	4.171	4.214	5.146	5.649	5.919	5.718	7.929	7.369	7.950	7.739
3.1 FAT Constitucional	3.772	3.595	4.440	4.171	4.214	5.146	5.649	5.919	5.718	7.929	7.369	7.950	7.739
IV. Retorno Líquido	8.165	9.514	10.434	14.949	18.613	20.804	21.448	24.336	24.937	31.170	29.676	28.677	35.561
V. Captações em Mercado	395	2.787	13.319	15.563	7.322	7.910	7.694	4.293	1.873	5.288	8.219	10.588	15.297
5.1 Interna													
5.1.1 Renda Variável	395	1.995	8.749	6.059	1.754	3.664	1.594	1.527	1.292	4.247	4.100	4.977	9.296
5.1.2 Renda Fixa	-	792	2.143	6.379	4.895	427	1.354	2.766	582	729	4.119	5.611	6.001
5.2 Externa	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
5.2.1 Renda Fixa – Bônus e Empréstimos	-	-	2.427	3.124	674	3.819	4.746	-	-	312	-	-	-
VI. Outras Entradas	1.556	1.941	6.517	2.175	1.708	1.698	3.543	10.208	3.496	3.135	2.826	6.915	747
Total de Ingressos	14.277	22.745	40.492	39.133	37.405	42.018	43.329	64.401	44.321	55.572	58.654	64.297	67.639

Fonte: BNDES, com exceção dos dados relativos ao FMM, que são provenientes do Ministério dos Transportes. Valores atualizados pela média do IPCA-2007.

As fontes de recursos foram divididas em seis grupos, a saber: recursos vinculados, com destinação identificada; recursos captados em instituições no país e no exterior; ingressos automáticos; retornos de operações financiadas em períodos anteriores; recursos captados nos mercados nacional e internacional; e, por fim, outras entradas, em que são contabilizados, por exemplo, ajustes de saldo de programas e fluxos de títulos públicos.

Conforme mencionamos na seção introdutória, as rubricas foram organizadas de acordo com sua flexibilidade de aplicação e não em função de seus volumes. Assim, analisaremos as disponibilidades dos recursos na ordem em que estão dispostos na Tabela 1, partindo-se das fontes menos flexíveis para aquelas em que o BNDES tem maior flexibilidade na aplicação, o que pode ser mais bem visualizado no Gráfico 1.



Os “Recursos Vinculados” provêm do Tesouro Nacional e do Fundo da Marinha Mercante (FMM). O FMM figura nas fontes do BNDES desde sua criação, em 1958, e se manteve como único fundo com a prerrogativa de ser vinculado nas duas pontas: a arrecadação do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM) destina-se à própria atividade que lhe origina, qual seja, o financiamento da construção naval mercante nacional. A entrada desses recursos no Banco é determinada pelos pleitos

de financiamentos aprovados pelo Conselho Diretor do FMM, que aumentaram bastante nos últimos anos, impulsionados, sobretudo, pelas demandas de novos navios pela indústria do petróleo.

O ingresso expressivo de “Recursos Vinculados” entre 2002 e 2005 deveu-se aos repasses advindos do Tesouro Nacional destinados ao financiamento do setor elétrico, restaurando os investimentos em energia. Em 2007, o aumento dos repasses em relação a 2006, para reforçar o orçamento de investimento do BNDES, pode ser atribuído à recuperação da demanda por recursos de longo prazo.

No tocante às “Captações Institucionais”, destacam-se as parcerias do BNDES com o FAT e com os organismos multilaterais de fomento, nas quais a alocação dos recursos reflete as negociações encetadas, especialmente quanto aos setores apoiados e demais condições financeiras. A irregularidade no ingresso dos recursos decorre das negociações feitas entre as partes, que dependem das prioridades e disponibilidades de recursos de cada instituição.

Com relação ao FAT Depósitos Especiais, sua parceria com o BNDES começou em 1996, com repasses de recursos a diversos setores no âmbito do Programa de Expansão do Emprego e Melhoria da Qualidade de Vida do Trabalhador (Proemprego) e para o apoio à agricultura familiar, através do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (Pronaf). O aumento do repasse de recursos ao BNDES em 2005 e 2006 derivou do excedente à reserva mínima de liquidez do fundo, resultando em folga orçamentária nesses anos. Em 2007, os ingressos de depósitos especiais caíram à metade e a expectativa é de que a trajetória de queda perdure, uma vez que as disponibilidades do FAT têm diminuído à medida que suas despesas com seguro-desemprego e abono salarial sobem, refletindo a alta rotatividade da mão-de-obra e o crescimento da formalização do emprego na economia brasileira.

Com os organismos multilaterais, essa parceria se estende desde 1953. Ressalte-se que os repasses dessas agências ao BNDES mostraram-se anticíclicos, com volumes mais expressivos em anos de crise de liquidez nos mercados internacionais e de crises de confiança no país, a exemplo de 2002, ano em que o estresse eleitoral alimentou grande volatilidade nos fluxos de capitais.

Os “Ingressos Automáticos” (FAT Constitucional) referem-se aos recursos destinados ao BNDES pela Constituição Federal, artigo 239. A sistemática prevê a transferência de fundos a cada dez dias, do Tesouro Nacional para o BNDES, via Ministério do Trabalho, na proporção de 40% da arrecadação do PIS-Pasep. Caracteriza-se por ser a fonte de recursos do BNDES de maior regularidade e seu crescimento depende do aumento da arrecadação das contribuições para o PIS-Pasep. Embora as receitas de arrecadação do PIS-Pasep sejam positivamente correlacionadas com o crescimento da economia, seu crescimento foi contido nos últimos anos pela concessão de desonerações fiscais com base no PIS a diversos setores. Do ponto de vista da aplicação de recursos, o BNDES cumpre a determinação da Constituição, sobre a aplicação dos recursos oriundos do FAT Constitucional, de que sejam em programas que propiciem o desenvolvimento econômico e cuja remuneração preserve o seu valor.

A rubrica “Retorno Líquido” refere-se aos recursos oriundos de amortizações, juros e devoluções dos financiamentos concedidos pelo BNDES, após o pagamento do serviço da dívida a seus credores (amortizações e juros). Como os retornos são constituídos por todas as outras fontes de recursos, o BNDES tem algumas restrições na sua aplicação. Mas, dado o peso relativo dos recursos constitucionais e dos recursos próprios nos retornos, pode-se dizer que sua aplicação é bastante flexível. A partir da década de 1980, os retornos tornaram-se, de forma sustentável, a principal fonte de recursos do Banco, viabilizando desembolsos cada vez maiores do Sistema BNDES.

O item “Captações em Mercado” compreende as monetizações e os rendimentos oriundos das carteiras de renda fixa e de renda variável do Banco, bem como as captações no mercado externo via empréstimos e emissão de bônus. Observe-se que o ingresso desses recursos foi bastante expressivo durante a segunda metade da década de 1990, mormente pelas captações em renda variável, em 1997 e 1998, e no mercado internacional, entre 1997 e 2001.

Aumentos análogos ocorreram nas captações no mercado doméstico, em função dos altos retornos da carteira de renda fixa, propiciados pela alta da taxa Selic, em um contexto de política de atração de capitais externos, para conter a depreciação da taxa de câmbio e a conseqüente elevação dos preços, e, posteriormente, com a adoção do regime de metas de inflação.

A recuperação desse tipo de captação, a partir de 2003, deveu-se à necessidade de o Banco buscar novas fontes para financiar seus desembolsos

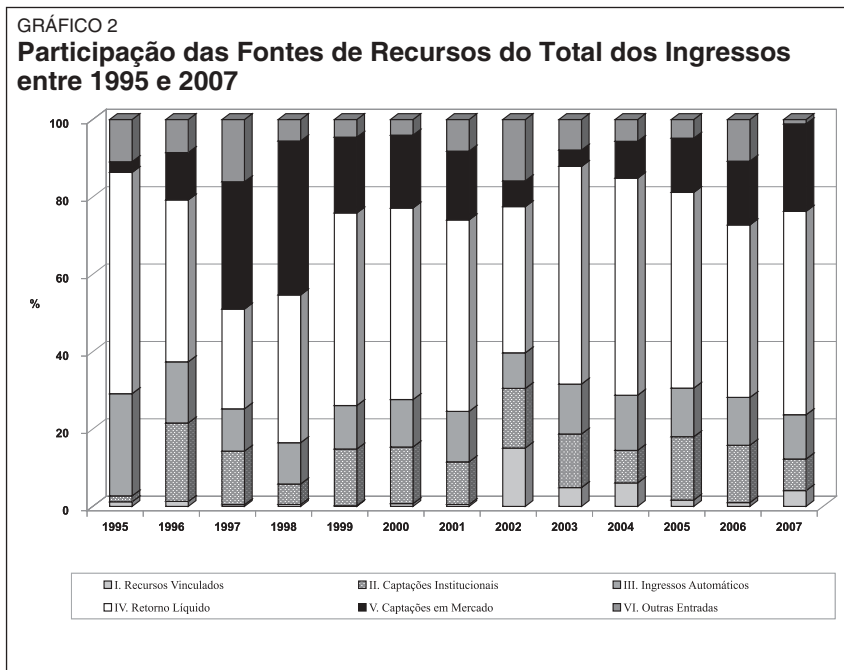
crescentes e também à janela de oportunidades que se abriu nesses últimos anos com o bom momento da economia mundial e com a estabilidade macroeconômica brasileira, que viabilizaram a realização de ganhos de capital sem precedentes na bolsa de valores. Note-se que as captações em mercado apresentaram as maiores taxas de crescimento entre as fontes de recursos a partir de 2003.

A obtenção pelo Brasil do chamado grau de investimento e a perspectiva de maior estabilidade da taxa de câmbio deverão diminuir os custos financeiros desse tipo de operação e poderão ampliar as captações do BNDES no mercado internacional nos próximos anos. Além disso, vislumbra-se a perspectiva de crescente mobilização de fundos nos mercados de capitais, uma vez que o BNDES possui uma carteira de ações expressiva, que, a preços de mercado, sustentaria razoável parcela de sua programação de desembolsos.

Analisando as **fontes de recursos em conjunto**, observa-se a existência de dois picos no ingresso de recursos: no período 1997–1998 e em 2002. No primeiro (1997–1998), o aumento foi alavancado pelas captações em mercado, sobretudo pela monetização de ativos de renda variável, aproveitando o volume de recursos internacionais que ingressaram na economia brasileira nesse período. Essas captações representaram uma mudança de patamar no ingresso de recursos, que pode ser constatado pela manutenção dos ingressos em um nível próximo dos R\$ 40 bilhões nos anos seguintes, e viabilizaram um aumento significativo nos desembolsos do BNDES, mediante a realimentação impulsionada pelos retornos e reaplicações.

Já em 2002, a mudança no patamar dos ingressos, de R\$ 40 bilhões para R\$ 60 bilhões, teve um caráter temporário e foi possibilitada pelo repasse de recursos do Tesouro Nacional direcionados ao revigoramento do setor elétrico. Entretanto, a manutenção nesse novo patamar não se perpetuou, já que os recursos que retornaram desses financiamentos foram devolvidos ao Tesouro Nacional.

Como já vimos, a partir de 2004, os ingressos totais assumiram trajetória crescente, com o aumento relativo das captações em mercado, principalmente em operações de renda variável. Esse fato fica mais bem evidenciado no Gráfico 2, que mostra a decomposição do total de recursos ingressados no período analisado.



5. Conclusões

Ao agregarmos a análise feita para o período 1952–1994 à avaliação das fontes de recursos do BNDES no período 1995–2007, observa-se o aumento da desvinculação entre origens e destinação dos recursos, respeitado o mandato constitucional de financiar “programas de desenvolvimento econômico com critérios de remuneração que lhes preserve o valor”. De fato, a redução do peso relativo dos recursos vinculados, compensada pelo ingresso de recursos de maior flexibilidade na aplicação, se fez acompanhar pela diversificação das atividades apoiadas pelo BNDES, refletindo, mais recentemente, a progressiva estabilização da economia brasileira.

Um dos fatores que têm contribuído para a maior autonomia na alocação de recursos é o aumento relativo das captações em mercado, que permitiu ao Banco mudar o patamar de seus desembolsos. Essas captações apresentaram as maiores taxas de crescimento entre as fontes de recursos do BNDES a partir de 2003, alavancando desembolsos anuais cada vez maiores e com a expectativa de atingir o montante de R\$ 80 bilhões em 2008.

Embora o aumento da participação da captação em mercado nas fontes que financiam o orçamento de investimento do Banco altere os custos de captação, a obtenção pelo Brasil da graduação de risco *investment grade* deverá impulsionar a mobilização de fundos tanto interna quanto externamente. Internamente, há a expectativa de que a convergência das taxas de juros de curto e longo prazos impulsione essas captações, influenciadas, por exemplo, pela possibilidade de emissão de debêntures com custos compatíveis com o financiamento de longo prazo. Externamente, a persistirem as condições de equilíbrio cambial e o afluxo de capitais para a economia brasileira a custos menores, será possível retomar as captações do BNDES no mercado internacional.

Por outro, as captações em mercado também repercutem na flexibilidade da administração dos recursos, em um contexto de maior competição interbancária.

Ressalte-se que, atualmente, o custo do *funding* do BNDES, dado basicamente pela TJLP, é fator determinante da competitividade do Banco no mercado de crédito. A mudança de cenário, em que se vislumbra a perspectiva de aumento de prazos e queda gradual das taxas de juros, com convergência para as taxas internacionais, e aumento do volume de recursos ofertados no mercado de capitais, poderá influenciar a competitividade do Banco na oferta de fundos para inversões de longo prazo. Assim, a ampliação da demanda por recursos do BNDES, dada a disponibilidade cada vez menor de recursos institucionais, irá requerer a sustentação de níveis elevados dos retornos do Banco, fruto de sua atuação desde a década de 1950.

Diferentemente de outras etapas do desenvolvimento brasileiro, o regime de estabilidade macroeconômica introduz nova dinâmica que exige um esforço adicional do BNDES. Pensar o futuro pela ótica da captação de recursos continuará crucial para a Instituição, mantendo-se o equilíbrio entre as estruturas passivas e ativas, que viabilizarão o perfil de seus desembolsos na sustentação dos investimentos prioritários da economia nacional.

Adicionalmente, a concorrência com outras instituições financeiras nacionais e internacionais propiciará ao BNDES a diversificação de suas diretrizes de atuação, em consonância com os parâmetros estabelecidos pela política econômica e com adequação aos cenários em que sua competitividade será potencializada pelos prazos mais longos oferecidos nos financiamentos.

Referências Bibliográficas

BNDES. Notas de Circulação Interna.

LOPES, Carlos Fernando L. R.; ANTUNES, Luanda P.; CARDOSO, Marco Aurélio S. “Financiamento de Longo Prazo: Mercado de Debêntures e Programa de Emissão da BNDESPAR”. *Revista do BNDES*, v. 14, n. 27, p. 43-70, jun. 2007.

PROCHNIK, Marta. “Fontes de Recursos do BNDES”. *Revista do BNDES*, v. 2, n. 4, p. 143-180, dez. 1995.

SANTOS, Vivian M. “Por dentro do FAT”. *Revista do BNDES*, v. 13, n. 26, p. 3-14, dez. 2006.

SPID. Documento de Circulação Interna.

Legislação

Constituição Federal de 1988, art. 239.

Decreto 79.459, de 30 de março de 1977.

Decreto-Lei 1.801, de 18 de agosto de 1980.

Decreto-Lei 2.035, de 21 de junho de 1983.

Lei 3.381, de 24 de abril de 1958.

Lei 7.597, de 14 de abril de 1987.

Lei 7.998, de 11 de janeiro de 1990.

Lei 8.019, de 11 de abril de 1990.

Lei 8.352, de 18 de dezembro de 1991.

Lei 9.365, de 16 de dezembro de 1996.

Lei 10.438, de 26 de abril de 2002.

Lei 10.762, de 11 de novembro de 2003.

Lei 10.893, de 13 de julho de 2004.

Lei Complementar 7, de 7 de setembro de 1970.

Lei Complementar 8, de 3 de dezembro de 1970.

Lei Complementar 19, de 25 de junho de 1974.

Lei Complementar 26, de 11 de setembro de 1975.

Medida Provisória 2.181-45, de 24 de agosto de 2001.

Medida Provisória 2.227, de 4 de setembro de 2001.

Medida Provisória 127, de 4 de agosto de 2003.

Resolução Bacen 3.262, de 3 de fevereiro de 2005.

Resolução CMN 3.119, de 27 de agosto de 2003.

Resolução 1, do Conselho Diretor do Fundo PIS-Pasep.

Resoluções do Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (Codefat).

Sites Consultados

Site do BNDES na Internet: <www.bndes.gov.br/fundos>.

Prospecto de Distribuição Pública da BNDESPAR disponível no site da CVM na Internet: <www.cvm.gov.br>.

